

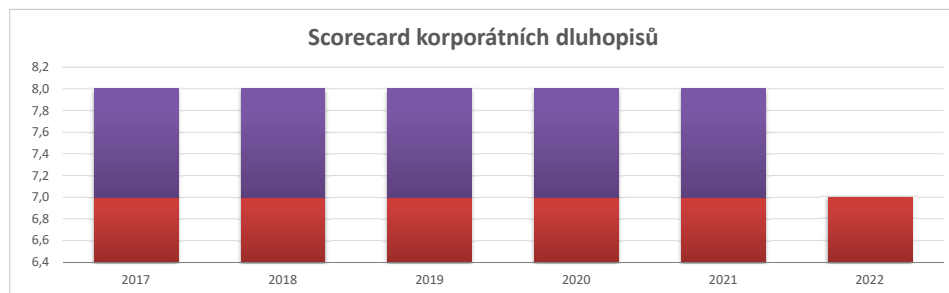
Scorecard korporátních dluhopisů 2.0

Green Foods a.s.

Ministerstvo financí ČR publikuje k veřejné konzultaci návrh Scorecardu korporátních dluhopisů 2.0. Účelem je poskytnout retailovým investorům, kteří nejsou příliš zkušenými v podobné formě investování, jednoduchý nástroj pro počáteční posouzení dluhopisů. <https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/podnikani-na-kapitalovem-trhu/2020/verejna-konzultace--scorecard-korporatni>

Zadání Scorecard	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Kvalitativní část							
Prospekt schválený orgánem dohledu emitenta	<input checked="" type="checkbox"/> Ano						Prospekt schválený ČNB lze snadno dohledat v registru prospektů ESMA
Doba fungování společnosti v letech	1	2	3	4	5	6	
Vlastník společnosti	Ostatní						Vlastníci (tj. společníci) firmy a jejich renomé
Distributor a aranžér emise	Instituce a osoby, které nejsou pod dohledem ČNB						Zavedené finanční instituce pod dohledem ČNB by měly být preferovány
Zajištění emise	<input checked="" type="checkbox"/> Ano						Zajištění emise např. nemovitostí, stroji apod., akcie nejsou vždy vhodnou formou zajištění.
Kovenanty	<input type="checkbox"/> Ano						Kovenanty jsou závazky společnosti chovat se určitým způsobem. Může jím být např. nepřekračovat stanovenou míru zadlužení apod.
Analytická část							
Rozvaha a výkaz zisku a ztráty	<input checked="" type="checkbox"/> Ano						Uveřejňování finančních výkazů společnosti v Obchodním rejstříku (min. poslední 2 roky).
Výkaz cash flow	<input checked="" type="checkbox"/> Ano						Uveřejňování finančních výkazů společnosti v Obchodním rejstříku (min. poslední 2 roky).
Výroční zpráva	<input checked="" type="checkbox"/> Ano						Uveřejňování finančních výkazů společnosti v Obchodním rejstříku (min. poslední 2 roky).
Velikost společnosti podle tržeb	840 216	880 258	940 725	999 787	1 028 155	1 134 120	
EBITDA / Tržby (EBITDA marže)	4%	5%	4%	4%	6%	4%	
Dluh neboli cizí zdroje / EBITDA	5,97	4,81	5,06	7,56	7,74	10,31	
EBIT / úroky (Ukazatel úrokového krytí)	7,14	13,00	22,51	13,72	4,32	2,39	

Výpočet Scorecard	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Kvalitativní část						
Prospekt schválený orgánem dohledu emitenta	1	1	1	1	1	1
Doba fungování společnosti	0,5	0,5	0,5	0,5	1	1
Vlastník společnosti	0	0	0	0	0	0
Distributor a aranžér emise	0	0	0	0	0	0
Zajištění emise	2	2	2	2	2	2
Kovenanty	0	0	0	0	0	0
Analytická část						
Rozvaha a výkaz zisku a ztráty	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Výkaz cash flow	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Výroční zpráva	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Velikost společnosti podle tržeb (v mil. Kč)	1	1	1	1	1	1
EBITDA / Tržby (EBITDA marže)	0	0	0	0	0,5	0
Dluh / EBITDA	0	0	0	0	0	0
EBIT / úroky (Ukazatel úrokového krytí)	2	2	2	2	1	0,5
Číselné vyhodnocení Scorecard	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	7,0
Vyhodnocení Scorecard	C	C	C	C	C	D



Vyhodnocení Scorecard

A (19 - 15,5 bodů)	Poměrně konzervativní investice s nízkým rizikem, ovšem za cenu nižšího výnosu. Existuje zde vysoká pravděpodobnost výplat výnosů a splacení nominální hodnoty dluhopisu.
B (15 - 11,5 bodů)	Stále relativně konzervativní investice s lehkou náchylností na nepříznivé podmínky. Existuje zde stále poměrně vysoká pravděpodobnost výplat výnosů a splacení nominální hodnoty dluhopisu.
C (11 - 7,5 bodů)	Středně konzervativní investice spojená se středně vysokým rizikem. Společnost pravděpodobně bude schopná dostát svým závazkům, splácet výnosy a následně nominální hodnotu dluhopisu.
D (7 - 4 bodů)	Spekulativní investice spojená s vyšším rizikem. Společnost v budoucnu může čelit nepříznivým vlivům a neschopnosti dostát svým závazkům. V případě investice by měl investor společnost velmi dobře znát.
E (3,5 - 0 bodů)	Velmi spekulativní investice s vysokým rizikem. Očekává se zhoršení podmínek nebo bankrot dlužníka a jeho neschopnost splatit své závazky. Takovou investici by měl zvažovat jen velmi zkušený a dynamický investor.

Scorecard korporátních dluhopisů

Zdrojem listu byla metodika Ministerstva financí České republiky

<https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/podnikani-na-kapitalovem-trhu/2020/verejna-konzultace--scorecard-korporatni-37189>

Účelem dokumentu „Scorecard korporátních dluhopisů 2.0“ je poskytnout investorům, kteří nejsou zkušení v podobné formě investování, jednoduchý a rychlý nástroj pro počáteční posouzení dluhopisů. MF upozorňuje, že jde o počáteční posouzení emise a emitenta, které nemá nahradit samotný rating renomovaných společností. Při důkladnějším a komplexním prověřování emitenta a emise hraje roli mnohem více faktorů. Pro účely tohoto dokumentu je řada faktorů zjednodušených pro lepší pochopení.

Dluhopisové Scorecardy

Scorecard korporátních dluhopisů (Corporate bond scorecard) dělíme na dvě větve: Scorecard S ratingem a Scorecard BEZ ratingu. V těchto větvích předpokládáme, že investor bude držet dluhopis až do splatnosti. Proto zde nehrají tak zásadní roli likvidita a investiční horizont, které uvádíme v doplňující kapitole. Rating některé z renomovaných společností, většinou Moody's, S&P nebo Fitch může hrát zásadní roli při výběru dluhopisů. Pokud společnost nedisponuje ratingem a investor společnost velmi dobře nezná a nepovažuje se za zkušeného investora, může být taková investice velmi riziková. Tento fakt nezvratí ani prospekt schválený Českou národní bankou, která sice indikuje, zda prospekt splňuje všechny formální náležitosti, ale neprověřuje zdraví společnosti. Prospekt též může být schválen jiným orgánem dohledu států EU a do České republiky tzv. notifikován.

Scorecard BEZ ratingu

Scorecard BEZ ratingu je vhodné použít v případě neexistence ratingu od renomovaných společností. Pokud se investor nepovažuje za zkušeného a společnost velmi dobře nezná, měl by do dluhopisu investovat jen po zvážení všech souvisejících rizik.

Sledované hodnoty

- Prospekt schválený orgánem dohledu emitenta - Existence prospektu schváleného např. ČNB
- Doba fungování společnosti - Počet let fungování společnosti
- Vlastník společnosti - Vlastníci (tj. společníci) a jejich renomé
- Distributor a aranžér emise - Rozlišení distributorů a aranžérů
- Zajištění emise - Zajištění emise např. nemovitostí, stroji apod. Akcie nejsou vždy vhodnou formu zajištění
- Kovenanty - Kovenanty jsou závazky společnosti chovat se určitým způsobem. Může jím být například dále nepřekračovat stanovenou míru zadlužení apod.
- Finanční výkazy (Rozvaha a výkaz zisku a ztráty Výkaz cash flow Výroční zpráva) - Uveřejňování finančních výkazů (min. 2 roky)
- Velikost společnosti - Velikost společnosti podle tržeb
- EBITDA/Tržby (EBITDA marže) - $EBITDA = \text{Výsledek hospodaření před zdaněním} + \text{nákladové úroky} + \text{odpisy} / \text{Tržby} - \text{výrobky, služby, zboží a ostatní}$
- Dluh/EBITDA - Dluh - ve výkazu obvykle cizí zdroje / $EBITDA = EBT^* + \text{nákladové úroky} + \text{odpisy}$
- EBIT/úroky (Ukazatel úrokového krytí) - $EBIT = EBT^* + \text{nákladové úroky} / \text{Nákladové úroky}$

Vyhodnocení Scorecardu BEZ ratingu				
19 – 15,5 bodů	15 – 11,5 bodů	11 – 7,5 bodů	7 – 4 bodů	3,5 – 0 bodů
Poměrně konzervativní investice s nízkým rizikem, ovšem za cenu nižšího výnosu. Existuje zde vysoká pravděpodobnost výplat výnosů a splacení nominální hodnoty dluhopisu.	Stále relativně konzervativní investice s lehkou náchylností na nepříznivé podmínky. Existuje zde stále poměrně vysoká pravděpodobnost výplat výnosů a splacení nominální hodnoty dluhopisu.	Středně konzervativní investice spojená se středně vysokým rizikem. Společnost pravděpodobně bude schopná dostát svým závazkům, splácet výnosy a následně nominální hodnotu dluhopisu.	Spekulativní investice spojená s vyšším rizikem. Společnost v budoucnu může čelit nepříznivým vlivům a neschopnosti dostát svým závazkům. V případě investice by měl investor společnost velmi dobře znát.	Velmi spekulativní investice s vysokým rizikem. Očekává se zhoršení podmínek nebo bankrot dlužníka a jeho neschopnost splatit své závazky. Takovou investici by měl zvažovat jen velmi zkušený a dynamický investor.

Doplňující sekce - další faktory ke zvážení

- Zajištění může hrát klíčovou roli při výběru dluhopisů - Zajištění je považováno za důležitý faktor při koupi dluhopisu, zejména pokud je emitent již zadlužen. Dluhopis může být zajištěn například nemovitostí, movitostmi nebo směnkou na majitele společnosti. Důležité je však odhadnout kvalitu zajištění, přičemž zajištění např. akciemi se nepovažuje za vhodnou formu zajištění.
- Dceřiné společnosti a SPV - Dceřiným společností a účelově založeným společností (SPV) také musí být věnována zvýšená pozornost. V případě, že jsou dluhopisy vydávány těmito společnostmi je důležité emisi posuzovat z hlediska holdingové struktury pomocí konsolidovaných výkazů a ručení.
- Ručení - Ručení je důležité především pro nezajištěné emise vydávané prostřednictvím tzv. SPV. V případě ručitelského prohlášení či finanční záruky ze strany mateřské společnosti takového SPV by měl být v rámci hodnocení a Scorecardu posuzován rovněž tento ručitel, neboť jeho finanční údaje a historie bude do značné míry pro investory určujícím faktorem.
- Za jakým účelem si společnost půjčuje - Účel emise a obchodní plán informují o tom, proč si společnost půjčuje. Na základě nich se dá také lépe posoudit, jaká je pravděpodobnost, že investor dostane své peníze zpět.
- Věřitel juniorních dluhopisů až za seniorními - Věřitelé juniorních dluhopisů uplatňují pohledávky až po seniorních věřitelích (větší riziko).
- Výnos do splatnosti - Výnos do splatnosti přepočítává výši kupónu a tržní cenu do hodnoty (výnosu do splatnosti). Ten lze mezi jednotlivými dluhopisy porovnat. Dluhopis lze totiž koupit nejen za 100 % ceny, ale i za cenu vyšší či nižší, i přes neměnnost kupónů, a tak se mění výnos do splatnosti.
- Investiční horizont a výše kupónu - Obecně platí, že čím déle je investor ochoten dluhopis držet, tím vyšší by měl být kupónový výnos. Navíc, pokud investor nemá v plánu dluhopis držet až do doby splatnosti, je zde vyšší riziko volatility a faktor likvidity při delší době splatnosti dluhopisů. Změny úrokových sazeb mají přímý vliv na cenu dluhopisů a při prodeji dluhopisu mohou přinést jak zisk, tak ztrátu.
- Kupón jako rizikový indikátor - Ve většině případů platí, že čím větší je kupón, tím větší by mělo být riziko. Obvykle zohledňuje aktuální bezrizikovou úrokovou míru + kreditní spread (přirážka), za který jsou investoři ochotni dluhopis koupit a emitent vydat. V čase se mění jak bezriziková úroková míra, tak kreditní riziko každého emitenta. Pro investora by mohlo být prospěšné sledovat rizikovou prémii, tedy rozdíl mezi kupónem a bezrizikovou úrokovou mírou a ne jen samotnou výši kupónu. V případě, že budou bezrizikové úrokové sazby vysoko a kreditní přirážka nízko, potom takový dluhopis může investor vyhodnotit jako relativně méně rizikový a naopak.
- Fixní a variabilní kupón - Fixní kupón zajišťuje investorovi pevně stanovený výnos po dobu splatnosti dluhopisu a se zvyšující se dobou splatnosti může zvyšovat riziko. Variabilní kupón obvykle váže výši kupónové sazby na jinou veličinu (např. vývoj úrokové sazby).
- Audit jako razítko důvěryhodnosti - Auditované finanční výkazy zvyšují důvěryhodnost. Výrok auditora by měl být bez výhrad.
- Určitý poměr dluhu a vlastního kapitálu je pro investory lepší - Příznivější pro investora bude také aktivní dluhová politika. Ta znamená udržování určitého debt-to-equity ratio (poměr dluhu k vlastnímu kapitálu). Může být součástí kovenantů.
- Likvidita jako schopnost přeměnit dluhopis na peníze - Likvidita znamená schopnost a možnost přeměnit určité aktivum na peníze. Z tohoto hlediska bude investora zajímat kde a jak rychle může dluhopis prodat. Jednou z možností jsou emise obchodované na burze, což jednoznačně neznačí likviditu. Dále jsou dluhopisy v ČR ve valné většině obchodovány na mimoburzovním trhu, kde jsou objemy obchodů výrazně vyšší.
- Rozdílná odvětví značí rozdílná rizika - Odvětví, v jakém společnost podniká (dle kódování NACE), je také jeden z faktorů, které mají přímý vliv na rizikost dluhopisu. Dle společnosti Coface má například farmaceutický průmysl nižší riziko a doprava a stavební průmysl mají vyšší riziko.

Autoři:

Mgr. Bc. Aleš Králík, LL.M., Vedoucí oddělení 3501 - Kapitálový trh, Marek Šubrt, Corporate Finance Expert, Oddělení 3501- Kapitálový trh

Ministerstvo financí České republiky, Letenská 15, 118 10 Praha 1, www.mfcr.cz

Odkazy na veřejné zdroje informací o firmách:

- Obchodní rejstřík: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-šfirma?>
- ARES (MF ČR): https://wwwinfo.mfcr.cz/ares/ares_es.html
- Živnostenský rejstřík: http://www.rzp.cz/cgi-bin/aps_cacheWEB.sh?VSS_SERV=ZVWSBJFND
- RES (ČSÚ): <https://apl.czso.cz/irsw/dotaz.jsp>
- Insolvenční rejstřík: <https://isir.justice.cz/isir/common/index.do>
- Evidence úpadců: https://upadci.justice.cz/p_i8.php
- Nespolehliví plátcí: https://adisspr.mfcr.cz/cgi-bin/adis/idph/int_dp_prij.cgi?

- Registr prospektů ČNB: https://oam.cnb.cz/siprextddad/SIPRESWEB.WEB_PROSPECTUS.START_INPUT_OAM
- Seznamy České národní banky: https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB24.SUBJECTS_COUNTS_2